

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620121151934

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业盈余管理、机构声誉与信用评级

Earnings management, Rating Agencies' Reputation
and Credit Rating

娄方芳

指导教师姓名: 黄娟娟 副教授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2015 年 3 月

论文答辩日期: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

企业信用评级对债券市场的健康发展起着重要作用。信用评级直观反映了企业的信用风险，决定发债人的融资成本，因此企业有动机获得良好的信用评级以获得有利的融资成本。评级机构在对企业进行信用评级时主要依据发债企业的财务信息对企业进行研判，由于企业短时间内通过经营管理提升自身资质比较困难，部分企业为了获得有利评级可能产生盈余管理行为，以此粉饰财务信息误导评级机构。而评级机构由于自身识别能力的差异或是利益冲突导致的屈从行为可能给出与企业实际信用风险不相符的评级结果。那么企业在信用评级之前是否存在盈余管理行为，不同的评级机构在对企业进行评级及识别企业盈余管理行为上是否存在显著差异呢？

由于评级机构看重企业评级的稳定性，一般较少对企业评级进行调整，企业的初次信用评级基本锚定了企业后续的评级水平，对企业至关重要，因此本文通过选取 2006 到 2013 年间获得初次主体信用评级的企业为研究对象，采用非线性修正的基本 Jones 模型计算企业的盈余管理水平，利用 order probit 回归模型探究企业盈余管理、评级机构声誉对企业信用评级的影响。

研究发现：（1）企业在初次信用评级前存在显著的盈余管理行为，并且这种盈余管理行为会招致较低的初次信用评级；（2）不同声誉的评级机构给出的企业信用评级具有显著差异，机构声誉越高给出的企业评级越低；（3）声誉机制在评级过程中起到了一定的作用，声誉越高的评级机构所给出的信用评级越稳健，企业盈余管理水平越高，不同声誉的评级机构都视其信用风险较高，评级结果趋同。

本文拓展了企业信用评级方面的研究，从机构声誉、企业盈余管理的视角着手，丰富了信用评级中评级机构行为的研究。

关键词：信用评级；机构声誉；盈余管理

Abstract

Corporate credit rating plays an important role on the healthy development of the bond market. Credit ratings directly reflect the company's credit risk and determine the financing costs for issuers, so companies have a strong incentive to get a good credit rating in order to obtain favorable financing costs. Ratings are based primarily on financial information. However, enterprises enhance their qualifications through the operation and management within a short time is difficult, some enterprises mislead investors by managing earnings in order to obtain a favorable rating. The rating agencies may give high ratings due to the conflicts of interest or lack of identification ability. This paper focus on whether the companies manage earnings before initial credit rating or there are differences in the recognition of this type of earnings management among CRAs.

Because the CRAs value the stability of ratings and are reluctant to adjust the ratings quickly, the initial credit ratings lay the foundation of the subsequent changes of the ratings. This paper studies the companies issuing bonds with credit ratings for the first time between 2006 to 2013. This paper uses the nonlinear correction jones model to compute the level of earnings management and the order probit regression model to explore the relation among the earnings management, CRAs' reputation and credit ratings.

The study found that: (1) there is a significant earnings management behavior before the initial credit rating, and this will lead to lower initial credit rating; (2) the lower the agency's reputation, the higher rating they give the enterprise; (3) the higher the rating agency's reputation is , the more prudent ratings they give, when the level of earnings management is high, different CRAs give the almost same ratings.

This article extends the research about credit rating through the reputation and earning management perspectives and enriches the research of credit rating agencies' behavior.

Keywords: Credit Rating, Credit Rating Agencies' reputation, Earnings Management

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究内容、研究意义及贡献	2
1.3 研究思路与框架	6
2 我国债券市场及信用评级的制度背景	8
2.1 我国债券市场	8
2.2 我国信用评级市场	12
3 文献综述	16
3.1 企业盈余管理文献综述	16
3.2 信用评级与盈余管理的关系研究	18
3.3 评级机构声誉与信用评级的关系研究	21
4 研究假设	23
4.1 企业盈余管理与信用评级的关系	23
4.2 评级机构声誉与信用评级的关系	24
4.3 评级机构声誉、盈余管理水平与信用评级的关系	25
5 研究设计	26
5.1 样本数据选择与来源	26
5.2 变量设计	26
5.3 回归方程构建	30
6 实证结果及分析	32
6.1 描述性统计	32
6.2 多重共线性分析	34
6.3 盈余管理水平变动分析	34
6.4 Order Probit 模型回归分析	37
6.5 稳健性检验	41

7 研究结论	45
7.1 研究结论及建议	45
7.2 局限性及未来研究展望	45
参考文献	48
致 谢	52

厦门大学博硕士学位论文摘要库

CONTENS

Chapter 1	Introduction.....	1
Section 1	Background	1
Section 2	Issues, Research Significance And Contribution.....	2
Section 3	Research Idea & Framework	6
Chapter 2	Institutional Background	8
Section 1	Bond Market in China	8
Section 2	China's Credit Rating Market	12
Chapter 3	Literature Review	16
Section 1	Companies' Earnings Management.....	16
Section 2	Credit Rating And Earnings Management	18
Section 3	Rating Agencies' Reputation And Credit Rating.....	21
Chapter 4	Research Hypothesis.....	23
Section 1	Earnings Management and Credit Rating.....	23
Section 2	Rating Agencies' Reputation and Credit Rating	24
Section 3	Earnings management, Rating Agencies' Reputation and Credit Rating.....	25
Chapter 5	Research Design	26
Section 1	Sample Selection And Data Sources	26
Section 2	Variable Design	26
Section 3	Regression Equations	30
Chapter 6	Empirical Results And Analysis	32
Section 1	Descriptive Statistics	32
Section 2	Analysis Of Multi-Collinearity	34
Section 3	Analysis Of Changes Of Earnings Management	34
Section 4	Order Probit Regression Analysis.....	37
Section 5	Robustness Test.....	41

Chapter 7	Conclusions And Recommendations.....	45
Section 1	Conclusions and Recommendations	45
Section 2	Limitations	45
Reference.....		48
Acknowledgements		52

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

1.1 研究背景

自 2005 年以来，我国债券市场规模不断扩大，市场上各类品种不断丰富，整个市场生态不断完善，越来越多的企业通过债券市场进行融资。Wind 数据显示，2005 年底我国债券市场存量为 7.89 万亿，存量债券仅为 585 只，然而截至 2014 年年底，我国债券市场存量已达到 1.12 万只债券，共计 35.93 万亿元，10 年间债券数量增长了 19.17 倍，存量增长了 3.55 倍，市场存量规模已跃居世界第三。

一方面债券市场发展迅猛，另一方面债券市场逐渐出现违约案例。2006 年的“福禧事件”打破了债券市场长期以来的平静，让投资者开始关注信用风险，2012 年受到经济危机的波及，债券市场出现多起信用风险事件，例如鞍钢钢铁、山东海龙、江西赛维、上海超日能等事件，然而上述信用风险事件无一不以机构和政府兜底或者如期兑付方式终结，并未发生实质上的债券违约事件，长久以来形成的信用风险兜底做法也渐渐让投资者对市场上的信用风险麻痹大意。2014 年初春，超日债违约使得长期以来债券市场上形成的刚性兑付的隐性承诺被颠覆，一时间市场风声鹤唳。在经济增速放缓、面临下行压力的背景下，市场信用风险正在逐渐积聚，而央行副行长潘功胜对于超日债所持的“让违约事件按照市场力量发生”的态度也让投资者开始高度警觉信用债背后所藏匿的信用风险。面对暗流涌动的信用风险，监管部门加大了对市场的监控和观测，从兜底性思维转换为市场力量决定思维，新国九条中明确提出了“规范债券市场发展，强化信用监督机制”的要求。作为资本市场的看门人，信用评级机构首当其冲，对超日债进行评级的机构鹏元就受到深圳证监局的处罚。由此可见，在信用评级过程中，评级机构已经成为市场关注的焦点。

债券市场的不断完善和蓬勃发展带动了评级行业的逐步成长。信用评级机构通过独立客观以及公正的信息披露，有力地促进了发债人与外部投资者监管者之间的信息沟通，提高了债市的透明度和效率，因而也常常被称为资本市场的看门人。对于投资者来说，信用评级是一种简单直观的信用风险判别，可以获得单个标的债券或者发债主体风险状况的讯息，由此评估投资标的价值，规避不良风险，优化投资决策；对发行人而言，信用评级向投资者提供发债人的信用证明，有利

于提高企业信誉，实现债券的迅速发售；对于监管者来说，通过有效分辨不同企业的风险可以提高监管效率。然而作为发债过程中的风险识别前端，尽管评级机构身兼重负，却存在公信力不高的现象，评级机构的公正性、客观性和独立性受到质疑。由于我国债券市场多重监管主体的特殊情况，我国的信用评级市场上也缺乏明确的监管主体，评级行业发展缺乏规范和引导，各类评级机构发展良莠不齐。在经济危机期间，评级机构却做出了与经济下行风险加剧的基本面相背离的大规模调高评级举动，因虚高评级现象严重而遭到诟病。我国评级机构中除中债资信采用投资人付费方式运营外，其余评级机构均使用发行人付费方式，这种方式本身存在评级机构自身盈利性与客观独立性之间的利益冲突，由此可能导致评级机构为了短期利益虚高评级的现象。声誉机制作为一种市场化的监督机制能够对评级机构产生约束力，规范和修正机构行为。评级机构的声誉资本是其根本的竞争力，在声誉机制下，评级机构着眼于长期的声誉资本，因害怕失去声誉资本而提供公正合理的评级，赢得更多的投资者和市场。

在评级机构对企业做出信用评级的过程中，最重要的依据指标为企业的财务信息，企业作为最了解自身状况的内部人为了能够获得良好的信用评级有可能存在对一些会计信息的操纵行为。已有大量的研究表明我国的企业在资本市场上存在不同程度的盈余管理行为（孙铮和王跃堂，1999^[1]；陈小悦，肖星和过晓艳，2000^[2]；陆正飞和魏涛，2006^[3]），因此在此过程中就存在着评级机构是否能够识别企业的盈余管理行为，以及如果能够识别是否能够坚守职业道德对其进行惩罚的问题。

在此背景下，本文选择从评级机构声誉入手，重点考察企业是否利用盈余管理影响信用评级，以及评级机构声誉是否影响盈余管理与信用评级之间的相关关系，评级机构在评级过程中是否存在职责缺位的现象，不同评级机构对企业的投机行为如何做出反应。

1.2 研究内容、研究意义及贡献

1.2.1 研究内容

1.2.1.1 主体评级与债项评级

本文主要以债券的信用评级为研究对象。信用评级是评级机构对债券发行人

或其他债务人偿还本息的能力、法律责任以及意愿所做出的评价，通过综合考虑各种影响信用质量的因素，用简单的符号直观地将发债人的信用风险表示出来。

信用评级是用来衡量信用风险的重要指标，信用风险一般指债务人违约带来的损失的不确定性（预期损失率），可以分为违约率（probability of default）和违约损失率（loss given default）两部分，与信用风险由两部分构成相对应地，债券信用评级由主体评级和债项评级两个部分构成。主体信用评级是对受评对象未来如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，表现为违约的可能性，被评对象可以是借款企业、担保机构，也可针对地方政府，甚至国家主权。通常情况下，发债信用主体一旦发生违约，其所发行的债券也将同时面临违约风险，因此主体评级作为债券的违约率的衡量指标；债项评级衡量的是发债信用主体发行特定的类型债券时的违约风险，也即特定债券的违约损失率——债务融资工具在发生违约后的损失大小。整体来说，违约率和损失率是信用评级体系中不同维度下的两个重要的量化指标。

债项评级是针对公司的某一特定债券品种进行的评级，债项评级的影响因素包括宏观与经济周期、行业因素、债券的还款顺序、抵质押品的评价、外部信用增进（担保）、法律体制等等，由于每个因素中都包含许多不确定性，因此债项评级相较于主体评级更为复杂。而主体评级是一种跨周期评级，主要考察受评对象在一个经济周期内的基本面的风险要素变化，主体评级的变化意味着发债主体的偿债能力改变，主体评级的恶化也将导致发债人各类型债券的违约风险上升，因此投资者往往将主体评级作为构建资产组合的重要参考。

本文选用主体评级作为债券评级的衡量指标，专注于由企业自身因素所决定的违约风险，排除来自其他增信条款的影响，为投资者进行投资标的选择提供更为普适的建议。

1.2.1.2 初次评级与后续评级

评级机构经常需要在评级的准确性和稳定性之间进行权衡和取舍。评级的准确性是指信用评级对于债券违约事件的概率大小预测在排序上是正确的，也即信用评级越高的企业违约概率越低，信用评级越低的企业违约概率越高；评级的稳定性注重于评级的调整频率，针对于主体信用评级以及长期债券的债项评级，评级应该尽可能地与发债主体的长期基本面状况相对应，避免由于市场短期波动的

干扰而进行评级的频繁调整，这就要求主体信用评级或者长期债券的债项评级的调整应该是与基本面渐近或者说缓慢变化的特征相一致，避免一次性较大的评级调升或者调降。

一个完美的评级体系应该是不仅能反映长期信用风险变化，而且反映出的这种变化是存在实质性违约风险的。但实际中信用风险往往比较复杂，一种情况是分析师可以通过对当前实时获得的基本面信息来反映被评级对象的相对信用风险，这样对短期违约的预测准确程度更高，但是可能面临频繁的评级调整；另一种情况是企业基本面恶化的风险信息可能需要一定的时间才能被揭示和被分析师理解，分析师往往先通过对企业进行一个不利环境下的经济周期假设的压力测试，只有能够确认影响企业的长期的基本面信息确实发生不利变化后才相应进行评级调整，忽视了临时的变动因素，评级变化滞后于市场，同时也更具有稳定性。这就导致评级稳定性与准确性不能同时兼顾，二者之间存在一定程度上的权衡取舍。这两种侧重于不同要求的评级风格也分别被成为“即期评级 PIT”(point in time)和“贯穿经济周期评级 TTC”(through the cycle)。

不同国家或者市场的评级机构如何在准确性和稳定性之间进行取舍是与市场投资者、监管者、发债主体的特征相关的。Cantor 和 Mann (2006)^[4]认为，当评级机构出具的评级更多地被用作监管工具（监管者以及金融机构将评级作为企业债券的投资准入或者退出标准，或者是投资者将某一债券评级设定为基金经理所管理投资组合中债券投资的标准）以及作为债务合同的触发条款（例如借款人只有保持某一最低评级才能获得贷款人的优惠条件）时，稳定性显得尤为重要，因为监管机构、长期投资者及相关风险管理人员更加关注长期基本面是否改变，并以此为基础决定是否调整投资组合、追加资本金，以避免频繁的评级调整带来的高昂的交易或融资成本。

结合我国投资的实际情况来看，评级公司的结果更多地并不是用于债券的实时交易，而是用于满足相关监管规则的要求和作为资产组合的构建基础，因此评级更多地呈现出稳定性特征。由此对于我国企业而言，初次信用评级基本锚定了后续的评级水平，获得较高的初次信用评级比起后续的评级调整更为重要，因此本文所研究的主体评级为企业的初次信用评级。

综上，本文选择企业的初次主体信用评级为研究对象，考察初次评级过程中

机构和企业的行为，具体研究企业的盈余管理活动以及评级机构的声誉对企业评级的影响。首先，分别考察不同的企业盈余管理水平以及不同的评级机构声誉会对企业评级产生何种影响，分析各自单独的影响机制，然后分析同时考虑二者的相互关系对评级结果的影响。

1.2.2 研究意义及贡献

随着经济下行压力的增大，信用市场长期以来隐蔽的信用风险也在逐渐暴露，投资者在未来可能将会面临更多的违约事件。在国外成熟的债券市场中，债券违约是一种正常的市场化行为，有利于建立起债券市场健康有序的生态环境，对各类发债企业进行优胜劣汰。我国债券市场要想走市场化的发展路线首先就需要允许债券违约事件的发生，并使其常态化。在这种大趋势下为了更好地保护投资者利益，债券信用评级就显得尤为重要，信用评级向投资者直接披露了企业的信用风险，信用评级质量的好坏直接影响投资者对于债券风险状况的研判，因此本文以企业信用评级为研究对象，重点考察影响信用评级质量的因素。

以往文献中对企业信用评级的影响因素多集中在对于评级机构的利益冲突的理论研究分析（李增福，董志强和连玉君 2008^[5]；夏芳，2013^[6]；张强和张宝，2010^[7]），近年来，部分的国内学者开始研究企业的盈余管理行为对信用评级的影响（李琦，罗炜和谷仕平，2011^[8]；刘娥平和施燕平，2014^[9]；王鹏，2013^[10]），将企业信用评级的影响因素扩展至企业自身行为的研究，因此本文也将企业的盈余管理行为作为企业信用评级影响因素进行研究。企业信用评级由评级机构给出，由于评级机构自身的盈利性要求和投资者对评级的公正性客观性之间存在利益冲突，往往导致一些虚高评级的现象，但对于评级机构行为如何影响信用评级却缺乏相关实证研究。在研究企业的债务融资成本时有学者将评级机构声誉作为影响因素纳入考虑范围（王雄元和张春强，2013^[11]），本文受此启发，将评级机构声誉作为研究评级机构在企业评级过程中行为的重要衡量变量，研究不同声誉的评级机构是否对企业的评级产生影响，丰富了关于企业信用评级的研究。

在基于盈余管理以及评级机构声誉均对企业信用评级产生影响的研究结果上，本文考察了二者在企业评级中的交互作用，在企业信用评级和盈余管理研究中拓展了不同评级机构声誉对二者关系影响，同时也在评级机构声誉和企业评级关系纳入了盈余管理的变化考量，不仅丰富了不同声誉评级机构在企业评级过程中的

行为研究,也从评级机构声誉的视角出发完善了企业评级前盈余管理行为的研究。

1.3 研究思路与框架

近期的信用违约事件引起市场对信用风险的关注,随着未来信用风险上升预期不断加强,作为信用风险识别前端的信用评级越来越重要,由此本文以此为研究主体,探寻其影响因素。在对前人的研究成果进行梳理以及思考过程中,本文选取盈余管理以及机构声誉作为企业信用评级的影响因素进行研究。文章主要研究思路如下图 1 所示:

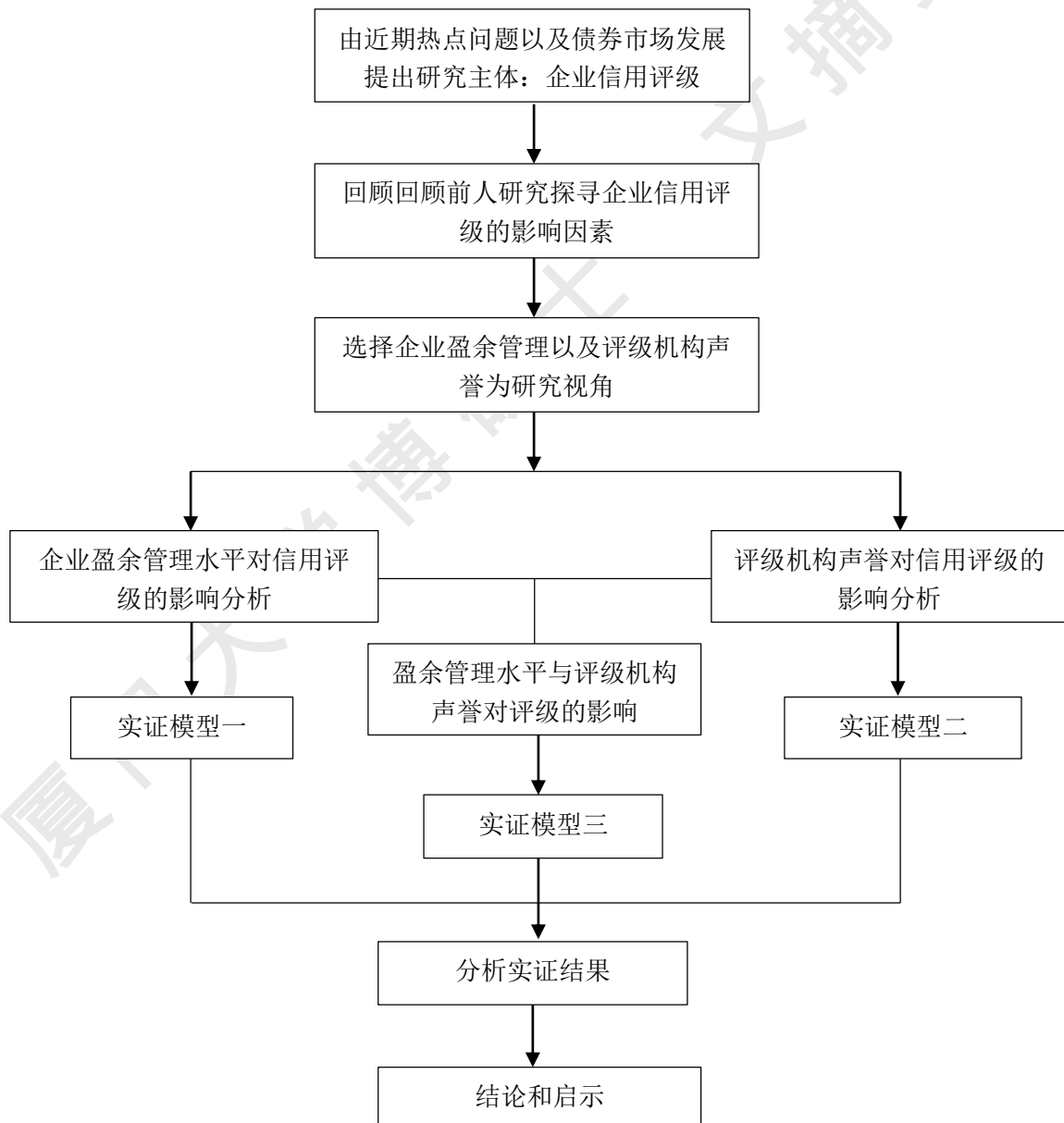


图 1: 本文研究思路图

本文分为七个部分，具体内容安排如下：

第一部分为绪论，主要介绍了本文的选题背景、研究内容、研究意义和贡献以及本文研究思路与框架。

第二部分为制度背景介绍，分别阐述了我国债券市场和评级市场的制度背景。

第三部分为文献综述，分三节回顾了企业盈余管理的相关文献，企业信用评级与盈余管理相关关系的研究文献，评级机构声誉与企业评级相关关系的研究文献。

第四部分为研究假设，结合第三部分文献回顾进行研究分析，提出本文假设。

第五部分为研究设计，选取 2006 年至 2013 年间初次信用评级企业作为样本进行研究，根据前文研究假设选择被解释变量与解释变量，运用非线性修正的横截面 Jones 模型计算盈余管理指标，采用 order probit 模型构建回归模型。

第六部分为实证部分，针对前文设定模型进行实证分析并解释回归结果，在此基础上进行稳健性检验。

第七部分为研究结论及建议部分，通过实证研究得出本文结论，并给出相应的建议，最后指出本文研究的局限性以及未来研究方向。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库